

2018年06月22日

宋秋忆

H70445@capital.com.tw

目标价(元)

29.20RMB

公司基本信息

产业别	机械设备
A 股价(2018/6/22)	24.54
上证指数(2018/6/22)	2889.76
股价 12 个月高/低	34.79/21.76
总发行股数(百万)	299.00
A 股数(百万)	269.98
A 市值(亿元)	66.25
主要股东	张桂丰 (20.07%)
每股净值(元)	7.15
股价/账面净值	3.43
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.1 4.9 -24.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

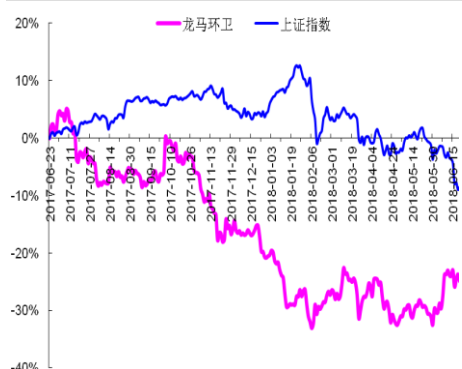
产品组合

环卫装备制造	79.89%
环卫产业服务	20.11%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	20.2%
一般法人	10.9%

股价相对大盘走势



龙马环卫(603686.SH)

首次评级 Buy 买入

“装备+环卫服务”协同发展，运营发力打造环卫一体化

结论与建议：

公司环卫装备收入增长稳定，环卫服务收入受益于环卫市场逐步放开，新签订单和年服务金额增长较快，预计公司 2018/19 年主营收入 41.19/57.79 亿元，同比增长 34%/40%，归母净利润 3.49/4.82 亿元，同比增长 34%/38%。对应 EPS 分别为 1.167/1.612 元，对应 2018 年 PE 21 倍，给予公司目标价 29.2 元（对应 2018 年 PE 25 倍）。首次覆盖，给予公司买入评级。

■ “环卫装备制造+环卫服务产业”协同发展：龙马环卫是专业化环卫装备、环卫服务的供货商。2017 年实现营业总收入 30.85 亿元，同比增长 39%，归母净利润 2.6 亿元，同比增长 23%。2018 年第一季度实现营收 7.68 亿元，同比增长 15%，归母净利润 7722 万元，同比增长 20%。2017 年环卫装备收入为 24.32 亿，占总收入比为 80%；环卫服务收入 6.12 亿，占总收入的 20%。

■ 环卫装备业务增长稳定，持续受益于环卫市场扩容机械化提高：公司 2017 年环卫装备总产量为 7508 台，目前年产量超过 7000 台的厂家只有 3 家，公司市场占有率为 5.85%，位列行业第三，公司中高端车型优势显著，市场份额为 12.16%，保持行业第三。公司未来收益于环卫市场的持续扩容和机械化水平的提高，公司在装备领域优势显著，有望稳定增长。

■ 环卫服务增长迅猛，未来市场化程度有望加速：环卫服务市场逐渐放开，根据环境司南预测，2018 年市场增量有望达到 442 亿元，总体市场规模有望接近 1700 亿。公司 2017 年实现服务收入 6.12 亿元，较 16 年增长 110%，目前公司正在履行或将要履行的环卫服务合同总金额 104.50 亿元，年合同金额 8.82 亿元，中标合同额增长迅速，未来业绩有保障。

■ 现金充裕定增引入国企战投：公司环卫服务以运营为主，资金充裕，截止 18 年一季末持有货币资金 10.95 亿元，占总资产 29%，15 年以来利息收入充裕，财务费用始终为负，2017 年财务费用-700 万，占营收比例为-0.23%。公司 2017 年 12 月完成了 7.3 亿非公开发行股票发行，占总股本的 9.4%，发行价格为 27.11 元/股，山东高速配股比例达到 55%，定增后股份占公司总股本的 4.9%成为第三大股东。山东高速作为特大型国有企业，环卫需求量大，有望帮助公司扩大在山东的环卫装备及服务市场。

■ 盈利预测：预计公司 2018/19 年主营收入 41.19/57.79 亿元，同比增长 34%/40%，归母净利润 3.49/4.82 亿元，同比增长 34%/38%，EPS 分别为 1.167/1.612 元，对应 2018 年 PE 21 倍，给予目标价 29.2 元（2018 年 25 倍 PE）。首次覆盖，给予公司买入评级。

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	150.78	211.32	260.05	348.91	482.10
同比增减	%	16.29%	40.16%	23.06%	34.17%	38.17%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.504	0.707	0.870	1.167	1.612
同比增减	%	16.29%	40.16%	23.06%	34.17%	38.17%
A 股市盈率(P/E)	X	48.66	34.72	28.22	21.03	15.22
股利 (DPS)	RMB 元	0.161	0.214	0.265	0.265	0.242
股息率 (Yield)	%	0.65%	0.87%	1.08%	1.08%	0.99%

一、公司简介

福建龙马环卫装备股份有限公司 2000 年成立于福建省龙岩市，最早从事专用车制造，2002 年进行国有改制，形成以董事长张桂丰为核心的管理团队，2015 年公司在上海证券交易所主板成功上市，是国内首家专注于环卫领域的主板上市公司。2017 年底非公开发行 2692 万股募集资金 7.30 亿用于环卫装备综合配置和服务培训等项目。目前公司实际控制人张桂丰持有 20% 的股权，股权稳定集中。

龙马环卫是专业化环卫装备、环卫服务的供货商。主营业务是环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源及清洁能源环卫装备等环卫装备的研发、生产与销售以及环卫产业运营服务。环卫装备方面，公司已经形成包括环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源及清洁能源环卫装备三大类共 31 个系列，广泛满足城乡环卫清洁、垃圾收转等作业需求。2015 年，公司制定了“环卫装备制造+环卫服务产业”协同发展的战略，依托在环卫装备领域的竞争优势，大力发展环卫服务业务，成为公司经营业绩重要增加点。目前已在海南、贵州、福建等省份落地了数十个环卫服务项目，项目合同总额超百亿元。

公司受益于环卫行业的不断扩张，上市以来营收保持快速增长，2017 年实现营业总收入 30.85 亿元，同比增长 39%，归母净利润 2.6 亿元，同比增长 23%。2018 年第一季度实现营收 7.68 亿元，同比增长 15%，归母净利润 7722 万元，同比增长 20%。公司业务包括环卫装备和环卫服务，自 15 年开展环卫服务起，该业务发展迅猛占比持续提高，2017 年环卫服务收入占总收入比达到 20%。

毛利率有所下滑，现金流好：在成本端，两项业务毛利率均有所下滑，环卫装备毛利率下滑 2.76pct 因原材料上涨成本承压，环卫服务毛利率下滑 6.91pct 主要因新增环卫服务项目较多，磨合期运营成本较高。公司三费占比持续优化，2017 年三费占比下滑 2.7pct。公司资金充裕，截止 18 年一季末持有货币资金 10.95 亿元，占总资产 29%，15 年以来利息收入充裕，财务费用始终为负，2017 年财务费用 -700 万，占营收比例为 -0.23%。

图 1 公司营业收入、净利润变化情况

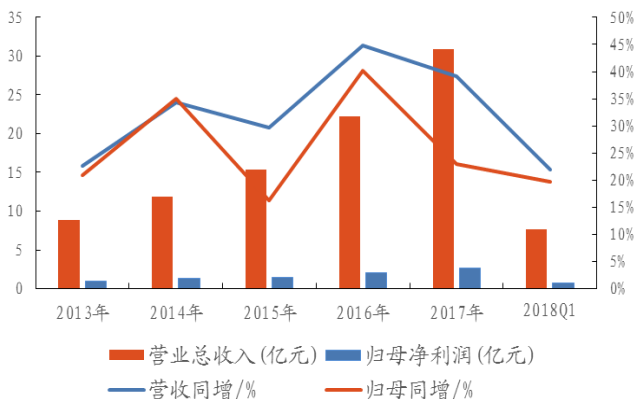
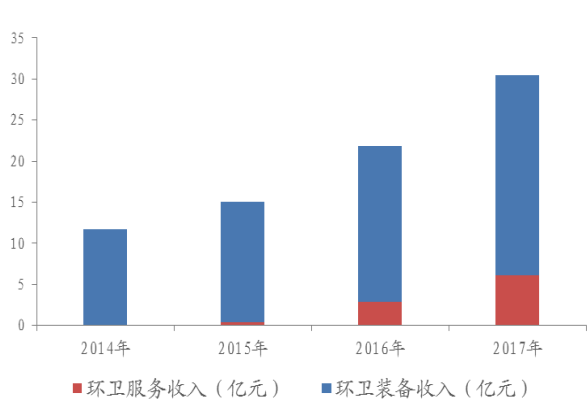
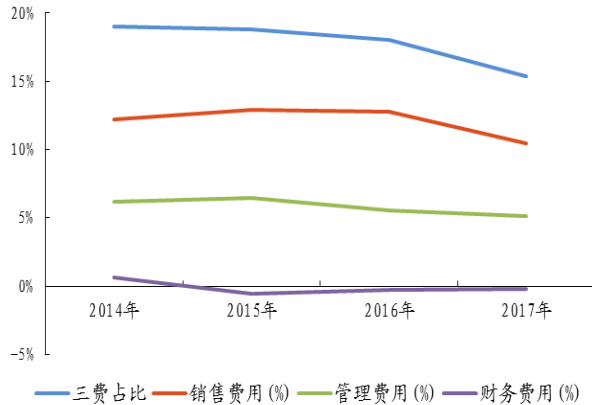


图 2 公司营业收入结构



资料来源：公司年报、群益金鼎证券整理

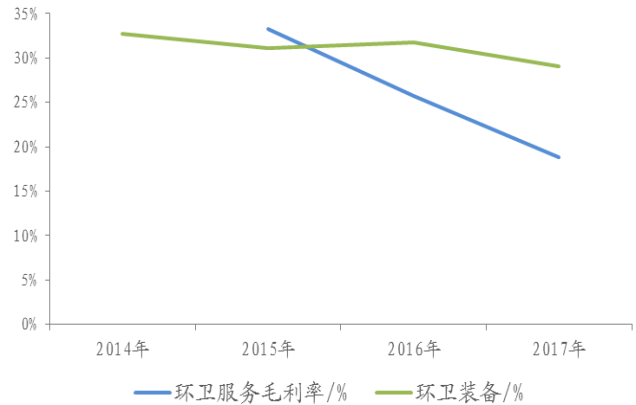
图 3 公司三费占比情况



资料来源：公司年报、群益金鼎证券整理

资料来源：公司年报、群益金鼎证券整理

图 4 分业务毛利率情况



资料来源：公司年报、群益金鼎证券整理

定增引入山东高速：公司 2017 年 12 月完成了非公开发行股票发行，向山东高速、鹏华资管等 6 名发行对象发行 2692 万股，占总股本的 9.4%，发行价格为 27.11 元/股，募集资金 7.3 亿元。公司将大力推进环卫服务发展，募集资金主要用于环卫装备配置中心以及智能环卫系统建设，环卫服务业务将成为公司未来主要业绩增长点。

公司此次定增引入山东高速为首的战略投资者，其中山东高速配股比例达到 55%，定增后股份占公司总股本的 4.9%，成为公司的第三大股东。山东高速作为特大型国有企业，建设、经营高速公路、桥梁、铁路、港航等，环卫需求量大，成为龙马环卫的股东后将与公司协同发展，有望帮助公司扩大在山东的环卫装备及服务市场。

表 1、公司 17 年 12 月非公开发行情况

序号	发行对象	认购价格 (元/股)	配售数量 (万股)	股份占比 (%)	限售期 (月)
1	山东高速股份有限公司	27.11	1,475	4.93%	12
2	鹏华资产管理有限公司		331	1.22%	
3	其他 4 家		886	3.25%	
合计			2,692	9.40%	---

资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

二、环卫市场持续扩容，公司市占率前三业绩增长稳定

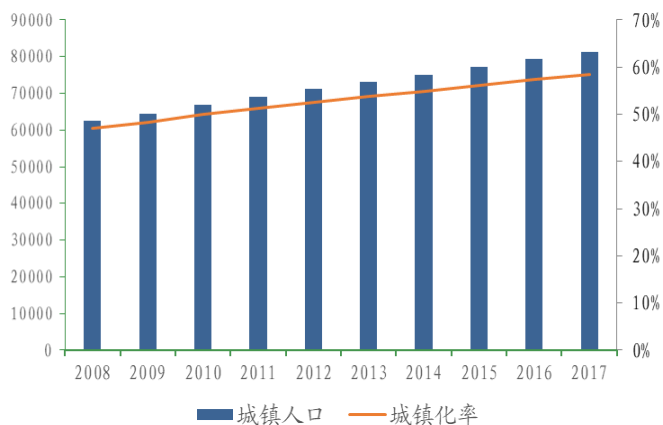
1、环卫市场持续扩容，机械化率提升空间大

城镇化提升，环卫需求加大：我国城镇化率从 2008 年 47%稳步提升到 2017 年的 59%，人口规模扩张，城镇化进程的持续推进带来环卫需求不断扩大，并带动环

卫装备市场的需求增加。城市道路清扫面积由 47 亿平方米到 79 亿平方米,增长了 60%;城市生活垃圾清运量由 1.5 亿吨到 2 亿吨,增长 33%。城市市容环卫专用车辆设备总数由 2008 年的 7.6 万辆增长至 2017 年 19 万辆,增长了 150%。

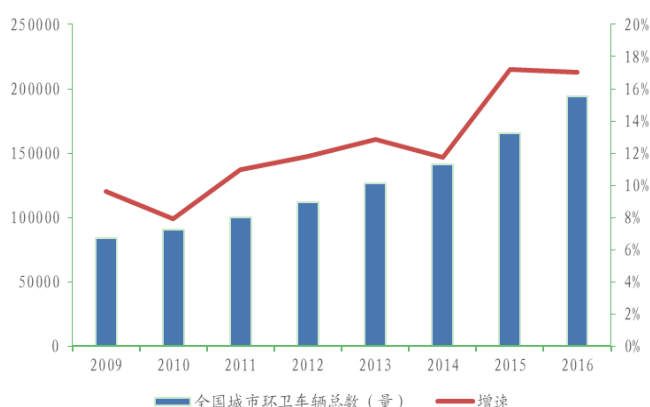
政府投入力度加大:近年来人民生活水平和环境理念不断提高,政府积极推动环卫事业改革,加大对环卫方面的固定资产投资力度,从 2008 年的 222 亿增长到 2016 年的 445 亿,增长了 100%。

图 5 全国城镇化率不断提高



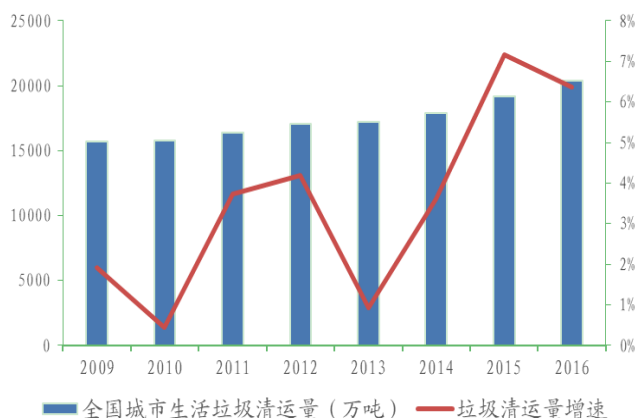
资料来源: Choice、群益金鼎证券整理

图 6 城市市容环卫专用车辆设备数不断提高



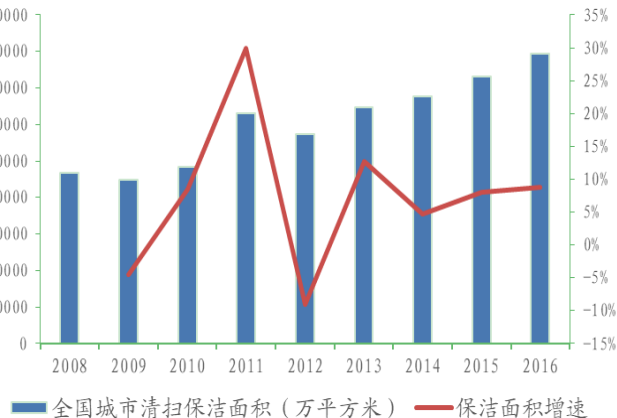
资料来源: Choice、群益金鼎证券整理

图 7 城市生活垃圾清运量增长



资料来源: Choice、群益金鼎证券整理

图 8 城市清扫保洁面积稳定增长



资料来源: Choice、群益金鼎证券整理

图 9 市容环境卫生固定资产投资增长



资料来源：《中国城市建设统计年鉴》、群益金鼎证券整理

机械化经济性显著，提升空间大：环卫作业分为机械化作业和人工操作两种，机械化清扫的经济性显著，一台大型垃圾清扫车的运营成本为 25 万/年，显著低于 28 名环卫工人每年 62 万元的清扫成本。社会最低工资标准的逐年提高是我国环卫工人人力成本提高显著，机械化清扫的经济性更加凸显。

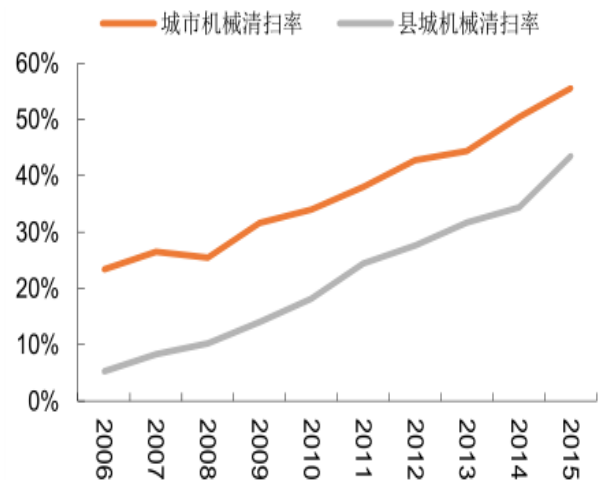
我国的机械化作业率一直处于比较低的水平，2016 年全国城市的机械化清扫率为 59.7%，县城的机械化清扫率为 50.7%，仅上海、北京等少数一线城市和沿海发达地区已经达到 70%以上。发达国家机械化清扫率普遍在 80%以上，我国仍有较大提升空间。

图 10 机械化清扫和人工清扫成本对比



资料来源：中国产业信息网、群益金鼎证券整理

图 11 我国城市及县城机械化清扫率



资料来源：中国产业信息网、群益金鼎证券整理

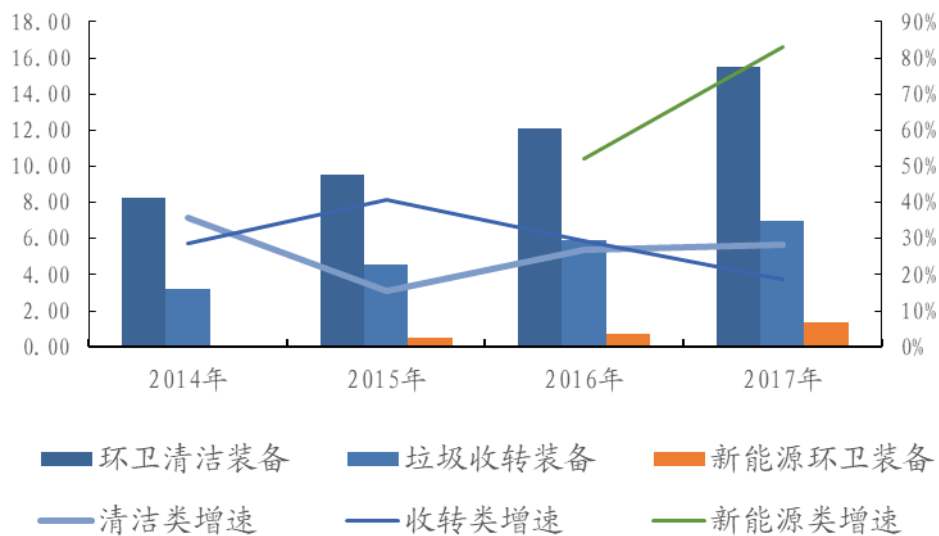
未来市场空间有望达 750 亿: 2017 年我国环卫车总产量为 13.3 万辆, 增产 4.7 万辆, 增幅为 53.86%, 以销量 10 万辆, 均价 25 万/辆估算, 2017 年环卫装备市场规模为 250 亿。目前城市机械化率仅 60%, 未来有望提升至 70%以上, 估算增量需求 30 万辆, 对应空间 750 亿元。

2、公司市占率第三, 业务增长稳定

公司环卫装备营收稳定增长, 2017 年实现营收 24.32 亿元, 同比增长 29%。其中, 环卫清洁类占比 65%, 营收增速为 28%较为稳定, 垃圾收转类装备收入占比 29%, 营收增速 19%较前两年有所回落, 新能源环卫装备 17 年营收 1.39 亿占总装备收入 6%, 近两年发展迅猛, 16/17 年营收增速分别为 52%/83%。

公司 2017 年环卫装备总产量为 7508 台, 目前年产量超过 7000 台的厂家只有 3 家, 分别是中联重科、程力专汽以及龙马环卫。公司市场占有率为 5.85%, 位列行业第三, 公司中高端车型优势显著, 市场份额为 12.16%, 保持行业第三。随着技术水准的不断提高和品类的进一步丰富, 公司在装备领域优势有望扩大, 市场份额将进一步提高。

表 12、环卫装备市场市占率情况



资料来源: 公司年报、群益金鼎证券整理

表 1、环卫装备市场市占率情况

	环卫装备市场份额	中高端市场份额
中联重科	14%	18%
程力专汽	8%	12%
龙马环卫	6%	12%
随州东正	4%	3%
湖北新中绿	3%	5%

东风汽车	3%	5%
------	----	----

资料来源：中国专用汽车行业月度资料服务报告、群益金鼎证券整理

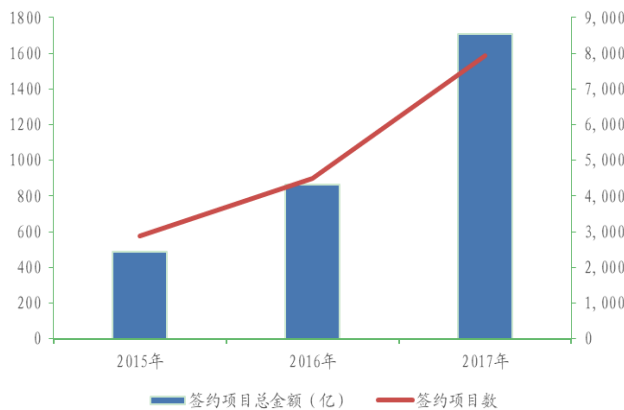
三、环卫服务市场化大潮，公司优势显著订单充裕

1、行业市场化加速，18 年市场规模 1700 亿

目前全国大部分环卫市场掌握在事业单位性质的环卫部门中，但单靠政府管理的城乡市容环境卫生治理存在很大局限性，政府逐渐从原来对市政环卫项目大包大揽转变为政府购买服务并强化监督，市场逐渐放开。未来政府服务外包逐渐深入以及财政资金相对紧张情况下，环卫服务将进一步提高市场化，环卫一体化、特许经营等合作模式是必然趋势。

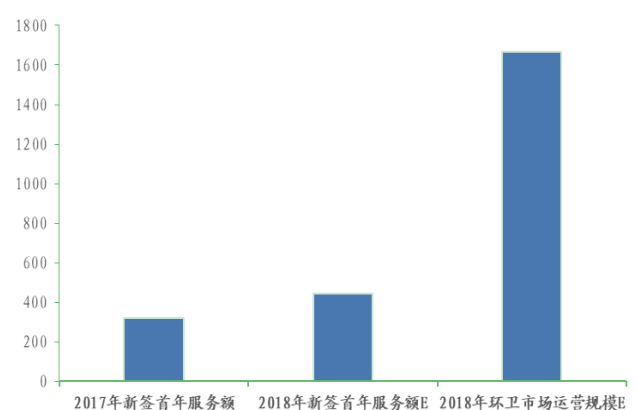
环卫服务市场增长较快，全年共有 4632 家企业中标环卫项目，较 2016 年增长 43%，全国各地新签环卫服务合同总金额 1701 亿元，较 2016 年增长 98%，新签项目首年服务金额为 314 亿元，较 2016 年增长 40%。环卫服务市场 2018 年以来提速明显，根据环境司南预测，2018 年市场增量有望达到 442 亿元，2018 年环卫服务市场规模有望接近 1700 亿，再创历史新高。

图 13 环卫市场中标情况



资料来源：环境司南、群益金鼎证券整理

图 14 2018 年环卫服务市场总规模预测（亿元）

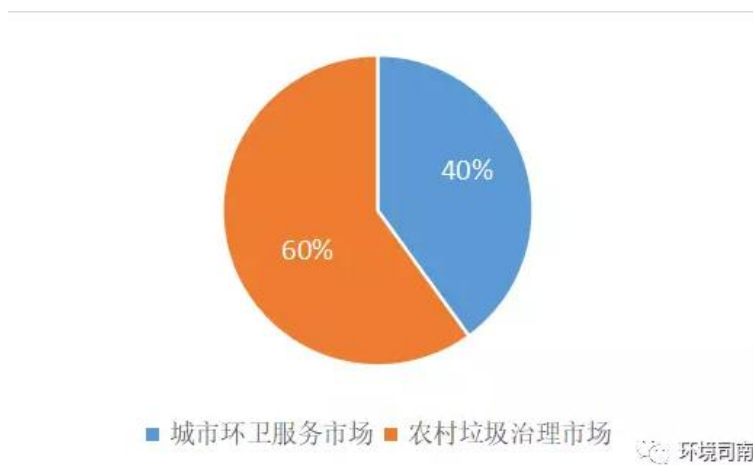


资料来源：环境司南、群益金鼎证券整理

政策推动农村环卫市场获重视：农村人居环境问题得到重视，18 年的“中央一号档”对农村生态文明建设作出了全面部署，《农村人居环境整治三年行动方案》将农村垃圾、污水治理和村容村貌提升为主攻方向，补齐农村环保短板。

农村环卫市场成为环卫市场增量主力军：政策推动提高了各地政府对农村环卫服务采购需求，环卫重心由城市向农村偏移。据环境司南统计，农业大省河南省 2018 年 1-4 月共开标 189 个各类环卫服务项目，其中涉及农村垃圾治理项目达 71 个，新增中标项目首年服务金额 10.72 亿，农村垃圾金额为 6.38 亿，占比 60%。

图 15、河南省农村环卫服务市场占比



资料来源：环境思南、群益金鼎证券整理

2、公司环卫服务发迅速，新签订单业内前十

公司环卫专业设备起家，15 年确立了协同发展战略，从环卫设备制造业务延伸到环卫服务领域，上下游整合协同发展拥有明显的成本优势和广泛的客户资源和竞争优势。公司环卫服务主要通过单项目承包模式、PPP 合营模式和环卫服务一体化外包模式进行，承揽了海南省、辽宁省、福建省等多个城市的服务运营项目，实现环卫服务运营的异地复制。

2017 年公司中标 21 个环卫服务项目，分布在华南、华中、西南等区域，根据环境司南资料统计，公司 2017 年新签环卫合同订单总金额在全行业排名第十，2016 年公司在环卫签约合同中排名第四。

表 2、2016 年环卫企业签约 10 强

排名	公司	合同金额（亿元）	服务金额（亿元）	地区
1	启迪桑德环境资源股份有限公司	143.85	11.43	北京
2	北京环境卫生工程集团有限公司	120.76	9.86	北京
3	北控水务（中国）投资有限公司	51.78	3.02	北京
4	福建龙马环卫装备股份有限公司	50.11	4.68	福建
5	玉禾田环境发展集团股份有限公司	40.08	4.52	广东
6	劲旅环境科技有限公司	28.34	2.92	安徽
7	中联重科股份有限公司	27.81	1.91	湖南
8	东莞市家宝园林绿化有限公司	22.12	5.28	广东
9	深圳市洁亚清洁服务有限公司	16.42	2.5	广东
10	昌邑市康洁环卫工程有限公司	13.61	6.04	山东

资料来源：北极星环保网、群益金鼎证券整理

环卫服务合同已超百亿：公司环卫服务业务发展迅猛，2017 年实现服务收入 6.12 亿元，较 16 年增长 110%，占总营收比重不断提升，17 年占比 20%，较 16 年上升 7 个百分点。截至 12 月 31 日，公司正在履行或将要履行的环卫服务合同总金额 104.50 亿元，年合同金额 8.82 亿元，中标合同额增长迅速，未来业绩有保障。

图 16 公司环卫服务收入情况

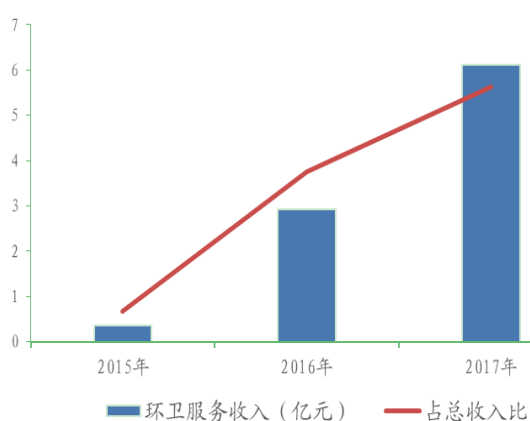
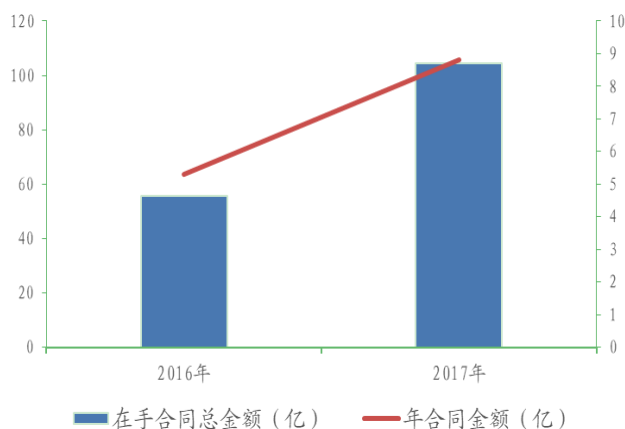


图 17 公司环卫服务合同情况



资料来源：公司年报、群益金鼎证券整理

资料来源：公司年报、群益金鼎证券整理

表 3、公司 17 年期公告环卫服务订单情况

签约时间	省份	项目名称	首年服务金额 (万)	项目年限
2018.02	安徽	无为县城乡一体化项目	4000	5
2018.01	江西	乐安县城一体化项目	3400	15
2017.12	湖北	公安县城乡环卫一体化 PPP 专案	1840	22
2017.12	贵州	贵州省六盘水市六枝特区城乡生活垃圾收运和处置 PPP 项目	12000	30
2017.1	福建	上杭县城区生活垃圾外运承包服务项目	280	3
2017.1	福建	上杭县道路清扫保洁服务项目	1780	5
2017.09	海南	海口市龙华区农村生活垃圾清扫保洁收运项目	2900	14
2017.08	广东	揭西县城区环境卫生综合服务项目	1700	5
2017.08	江苏	海门市环境卫生管理处采购外围道路保洁服务项目	920	1
2017.08	福建	厦港、开元片区道路、小区保洁服务项目	3600	3
2017.07	福建	石井镇区环境保洁服务采购项目	270	3
2017.06	福建	厦门集美区市政道路清扫保洁服务项目	110	1

2017.06	福建	漳平市道路清扫保洁垃圾收集社会化服务项目	83	5
2017.06	江西	吉水县环卫作业外包项目	1480	5
2017.04	福建	仓山区环卫作业服务市场化(三位一体)项目	2150	5
2017.04	江西	南昌县城市管理委员会环卫保洁、园林绿化管护市场化服务外包采购项目 A 包	4600	1+2+2+2
2017.03	浙江	柯桥城区道路保洁服务III标项目	990	3
2017.02	贵州	贵州新蒲经济开发区环卫工作市场化管理环境卫生服务	830	5+5
2017.01	浙江	温州市瓯海区 2016 年道路清扫保洁项目	216	1
合计公告金额			43149	

资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

四、盈利预测

公司环卫装备收入增长稳定，环卫服务收入受益于环卫市场逐步放开，新签订单和年服务金额增长较快，预计公司2018/19年主营收入41.19/57.79亿元，同比增长34%/40%，归母净利润3.49/4.82亿元，同比增长34%/38%。对应EPS分别为1.167/1.612元，给予公司2018年25倍PE，对应目标价29.2元。首次覆盖，给予公司买入评级。

五、风险提示

1、环卫装备原材料价格上涨风险 2、环卫服务毛利率下降

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	1,532	2,218	3,085	4,149	5,779
经营成本	1,054	1,533	2,256	3,083	4,319
营业税金及附加	12	18	14	23	31
销售费用	198	284	323	407	561
管理费用	99	123	158	203	272
财务费用	-9	-7	-7	-25	-32
资产减值损失	13	21	27	35	41
投资收益	0	7	6	7	7
营业利润	165	252	326	429	593
营业外收入	14	14	0	0	1
营业外支出	1	3	4	2	3
利润总额	178	263	322	427	591
所得税	25	45	49	64	89
少数股东损益	1	7	13	14	21
归属于母公司股东权益	151	211	260	349	482

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017	2018E	2019E
货币资金	847	871	1,584	1,743	1,917
应收账款	594	756	1,241	1,490	1,788
存货	279	442	364	473	568
流动资产合计	1,724	2,307	3,303	3,813	4,396
长期股权投资	1	10	12	15	16
固定资产	51	174	473	568	681
在建工程	1	97	4	5	6
非流动资产合计	54	58	68	232	460
资产总计	1,831	2,646	3,861	4,633	5,559
流动负债合计	778	1,277	1,521	1,825	2,190
非流动负债合计	5	106	82	91	104
负债合计	784	1,384	1,603	1,916	2,294
少数股东权益	9	66	117	200	278
股东权益合计	1,038	1,196	2,140	2,517	2,987
负债及股东权益合计	1,831	2,646	3,861	4,633	5,559

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	224	296	289	299	301
投资活动产生的现金流量净额	-23	-384	-1,184	-1,216	-1,227
筹资活动产生的现金流量净额	303	78	685	1,075	1,100
现金及现金等价物净增加额	503	-10	-210	158	174

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。